



Էդգար ԱՐԱՔԵԿՅԱՆ

Տնտեսագիտության
թեկնածու, դոցենտ

2004 թ. ավարտել է ՀՊՏՀ-ն
և ընդունվել ասպիրանտուրա:
2007 թ. ստացել է տնտեսագի-
տության թեկնածուի գիտական
աստիճան և աշխատանքի ան-
ցել ՀՊՏՀ արժեթղթերի շուկա-
յի (այժմ՝ ֆինանսների) ամբիո-
նում, սկզբում՝ որպես ասիս-
տենտ, ապա դոցենտ: Հեղինակ
է մի շարք գիտական հրապա-
րակումների և հեղինակություն-
ների:

 <https://orcid.org/0000-0002-4194-5495>

ԿԵՆՍԱԹՈՇԱԿԱՅԻՆ ՖՈՆԴԵՐԻ ԵԿԱՄՏԱԲԵՐՈՒԹՅԱՆ ԱՆԿՄԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՊԱՏՃԱՌՆԵՐԸ ԿԱՄ Ո՛Վ Է ՄԵՂԱՎՈՐ

N4, 2022

Հիմնաբառեր. պարտադիր կենսաթոշակային ֆոն-
դեր, ֆոնդի փայի հաշվարկային
արժեք, ֆոնդերի եկամտաբերու-
թյուն, ներդրումային քաղաքակա-
նություն, ավանդներ, պարտավորմ-
աներ, բաժնային գործիքներ, ռիսկե-
րի դիվերսիֆիկացում (բազմազանե-
ցում), ճգնաժամ

Դեռևս 2014 թ.-ին ՀՀ-ում ներդրված պարտադիր
կուրակային կենսաթոշակային համակարգը, մասնա-
վորապես՝ դրա կարգավորման իրավական դրույթ
ները և ֆինանսական արդյունքները բազմիցս են
դարձել քննարկումների առարկա: Իսկ վերջին ժա-
մանակաշրջանում հաճախ է խոսվում այդ ֆոնդերի
եկամտաբերության անկման պատճառների կամ
ռիսկերի մասին, որոնք բացահայտելու համար պետք
է հասկանալ, թե ինչպիսի ներդրումային սահմանա-
փակումներով և ինչ ներդրումային միջավայրում են
գործում դրանց կառավարիչները:

Հոդվածագիրն ուսումնասիրելով ֆոնդերի
եկամտաբերության շարժընթացը՝ անդրադարձ է կա-
տարել դրա վրա ազդող հիմնական գործոններին,
ինչից պարզ է դարձել, որ տարվա ընթացքում ար-
ձանագրված բացասական եկամտաբերության հիմ-
նական պատճառը ներքին և արտաքին շուկաներում
որոշակի գործիքների գների, ինչպես նաև արտա-
րկաթի փոխարժեքի անկումն է: Բացի դրանից, հա-
մապատասխան ներդրումային սահմանափակումնե-
րը կառավարիչներին հնարավորություն չեն տալիս
բավարար չափով դիվերսիֆիկացում ապահովելու,
ինչը թույլ կտար խուսափել շուկայական որոշ ռիս-
կերից:

2022 թվականն առանձնահատուկ էր բոլոր
ուղորտներում բացասական գործընթացների
խտացմամբ: ՀՀ-ում գործող կենսաթոշակային ֆոնդերն
էլ անմասն չմնացին դրանից, քանի որ դրանք բոլորն

էլ, եկամտաբերության առումով, անկում գրանցեցին: Օրինակ՝ «Ամուդի-ԱԿԲԱ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ կայուն եկամտային ֆոնդի (AMFIX) եկամտաբերությունը, հաշվարկված տարվա սկզբից, սեպտեմբերի 15-ի դրությամբ կազմեց -4.16 %, «Յե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ի կողմից կառավարվող նույն ֆոնդինը (CQFIX)՝ -5.31%: Պահպանողական ֆոնդերի եկամտաբերությունը երկու կառավարչի (AMCON, CQCON) դեպքում էլ համապատասխանաբար՝ -8.29% և -8.62% էր, իսկ հավասարակշռված ֆոնդերինը (AMBAL, CQBAL)՝ -9.38 % և -9.37%: Նշենք նաև, որ նախորդող տարիներին ֆոնդերը հիմնականում աշխատել են եկամտաբերության աճով, ընդ որում, ամենաբարձր եկամտաբերությունը գրանցվել է 2016 և 2017 թվականների ընթացքում, իսկ եկամտաբերության անկում սկսվել է 2020 թվականից (աղյուսակ 1): Մինչ այդ եկամտաբերության ցածր մակարդակ էր գրանցվել 2014 թվականի ընթացքում, ինչը պայմանավորված էր հայաստանյան ֆինանսական շուկայում տիրող արժույթային ճգնաժամով և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության աճով:

Իսկ ինչո՞վ էր պայմանավորված նման անկումը 2022 թ.-ի ընթացքում, և արդյո՞ք դա վատ կառավարման հետևանք էր: Նշված հարցերին պատասխանելու համար պետք է հասկանալ, թե ինչպիսի ներդրումային սահմանափակումներով և ինչ ներդրումային միջավայրում են գործել

ֆոնդերի կառավարիչները:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի ներդրումային սահմանափակումները:

Նախ և առաջ, դիտարկենք ֆոնդերի ներդրումային սահմանափակումները, քանի որ պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի գործողության գլխավոր նպատակն իր մասնակիցների սոցիալական խնդիրների լուծումն է, մասնավորապես՝ ապագա կենսաթոշակների վճարումը, իսկ ներդրումային քաղաքականության նկատմամբ նրանց մոտեցումներն էականորեն տարբերվում են սովորական հիմնադրամների կառավարիչների մոտեցումներից: Այս առումով, հայաստանյան կենսաթոշակային ֆոնդերը գործում են որոշակի իրավական սահմանափակումների պարագայում, որոնք բավական կոշտ են ու հնարավորություն չեն տալիս խուսանավելու շուկայական տարբեր իրավիճակներում:

ՀՀ-ում այս պահին գործող պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի երկու կառավարիչները՝ «Ամուդի-ԱԿԲԱ Ասեթ Մենեջմենթ» ՓԲԸ-ն և «Յե-Կվադրատ Ամպեգա Ասեթ Մենեջմենթ Արմենիա» ՍՊԸ-ն, առաջարկում են երեք պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդեր և, ըստ էության, կառավարում նույն սկզբունքներով, քանի որ առկա են դիսկային գործառնությունները զսպող իրավական սահմանափակումներ: Դրանք հիմնականում կապված են ֆոնդերի կառուցվածքում բաժնային արժեթղթերի (բաժնետոմսեր, ներդրումային ֆոնդերի փայեր) և դրանց հեջա-

ԱՂՅՈՒՍԱԿ 1

Պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի եկամտաբերությունը տարվա սկզբի նկատմամբ՝ 2014 թ.-ից մինչև 2022 թ. սեպտեմբերի 15-ը¹

	AMFIX	AMCON	AMBAL	CQFIX	CQCON	CQBAL
30.12.2014	-1.03%	3.27%	4.58%	6.09%	2.75%	4.92%
30.12.2015	6.63%	6.65%	6.47%	7.92%	6.93%	5.15%
30.12.2016	18.57%	15.23%	16.46%	15.89%	12.51%	12.24%
29.12.2017	11.00%	13.06%	13.67%	11.90%	13.97%	14.16%
29.12.2018	6.88%	3.98%	3.97%	8.25%	4.92%	4.19%
30.12.2019	9.59%	12.55%	11.93%	10.74%	13.77%	14.26%
30.12.2020	9.78%	10.66%	10.59%	10.58%	11.76%	12.73%
30.12.2021	1.53%	3.08%	3.55%	0.36%	2.46%	3.12%
15.09.2022	-4.16%	-8.29%	-9.38%	-5.31%	-8.62%	-9.37%

¹ Ֆոնդերի եկամտաբերության այս և հետագա հաշվարկները կատարվել են դրանց հաշվարկային արժեքների հիման վրա: Աղբյուրը՝ Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայի կայք՝ <https://cda.am/am/37/information-centre/72/pension-system/76/funds-performance>

ԱՂՅՈՒՍԱԿ 2

Կենսաթոշակային ֆոնդերի կառավարիչների կողմից կառավարվող երեք պարտադիր ֆոնդերը²

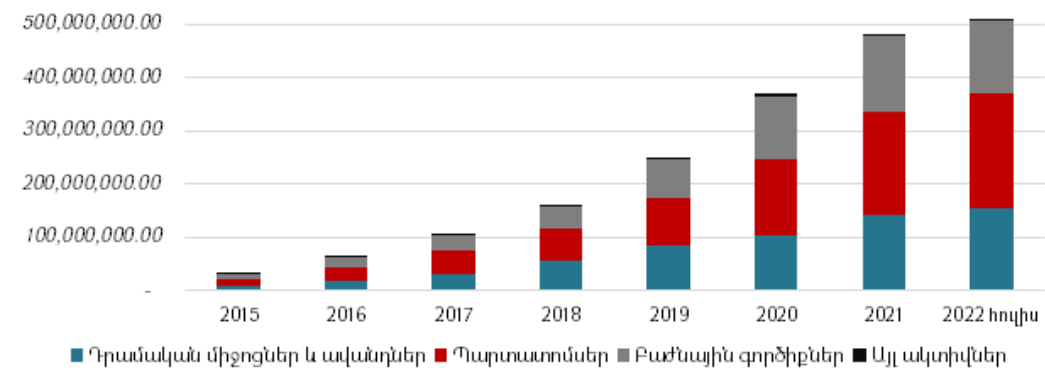
	Հավասարակշռված	Պահպանողական	Կայուն եկամտային
Բաժնային արժեթղթերի և դրանց հեջավորման նպատակով ձեռք բերված ածանցյալ ֆինանսական գործիքների կշիռը	Չի կարող գերազանցել 50 տոկոսը	Չի կարող գերազանցել 25 տոկոսը	Չեն կարող ներդրվել

վորման նպատակով ձեռք բերված ածանցյալ ֆինանսական գործիքների կշռի սահմանափակումների հետ (աղյուսակ 2): Կայուն եկամտային ֆոնդն առանձնանում է բաժնային գործիքներում ներդրման արգելքով, իսկ մյուս երկու ֆոնդերը տարբերվում են ըստ իրենց կշիռների: Ընդ որում, պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների հաշվին կատարվող՝ արտասահմանյան արժույթով ներդրումների առավելագույն չափը չի կարող գերազանցել պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդի ընդհանուր ակտիվների 40 տոկոսը³: Իսկ ինչպիսին է ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը, և ինչ խնդիրներ ու ռիսկեր է այն պարունակում:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը: Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 1-ից, կենսաթոշակային ֆոնդերի ընդհանուր ակտիվների մեծությունն անընդհատ աճել է, ինչը պայմանավոր-

ված է, նախ և առաջ, մասնակիցների միջոցների անընդհատ կուտակման գործընթացով: Դրան զուգահեռ, ակտիվների կառուցվածքն էական փոփոխություն չի կրել:

Ֆոնդերի ձևավորումից սկսած՝ գերակշռել են պետական պարտատոմսերը՝ միջինում 41%, իսկ դրամական միջոցներն ու ավանդները միջինում կազմել են 29.3%: Բաժնետոմսերի կշիռը 2015 թ. վերջից մինչև 2022 թ. հուլիսի վերջը միջինում կազմել է 28.6%: Նախ՝ նման իրավիճակը ֆոնդերին կախման մեջ է դնում պարտատոմսերի շուկայական եկամտաբերության տատանումներից, իսկ մյուս կողմից՝ ներքին շուկայում բաժնային գործիքների բացակայությունը վերջիններիս ստիպում է ներդրումներ կատարել արտասահմանյան ֆոնդերում: Վերը նշված արժույթային սահմանափակումների պարագայում բարդանում է արտարժույթային գործիքներում



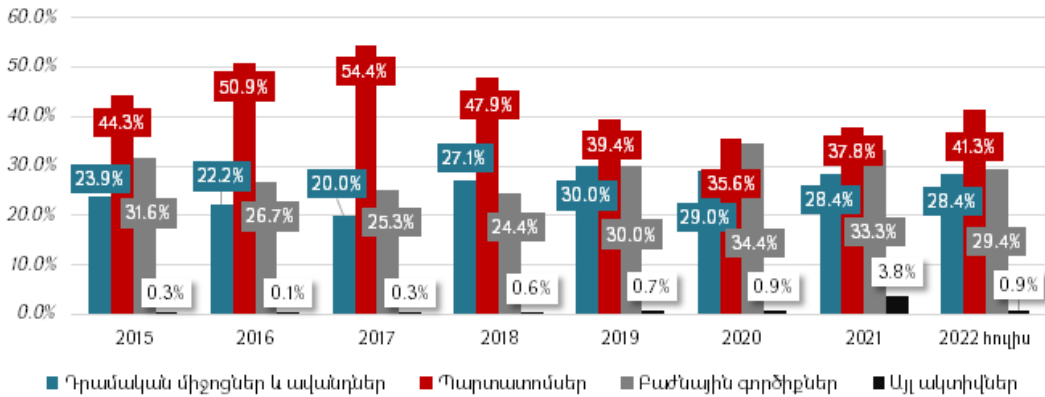
ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 1

Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը 2015 թ. դեկտեմբերից մինչև 2022 թ. հուլիսի վերջ (հազ. դրամ)⁴

² Կուտակային կենսաթոշակների մասին ՀՀ օրենք, 2010, ՀՕ-244-Ն, հոդված 37, <https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?docid=123347>

³ Նույն տեղում:

⁴ Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների հետ կապված այս և մնացած տվյալների աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկագրեր, 2015-2022 թթ., հուլիս, <https://www.cba.am/am/SitePages/ppperiodicals.aspx>



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 2

Հավասարակշռված ֆոնդում ակտիվների կառուցվածքը 2015 թ.-ից մինչև 2022 թ. հուլիսի վերջ

ներդրված բաժնային և պարտքային արժեթղթերի կառուցվածքում լավագույն բազմազանեցում ապահովելու գործընթացը:

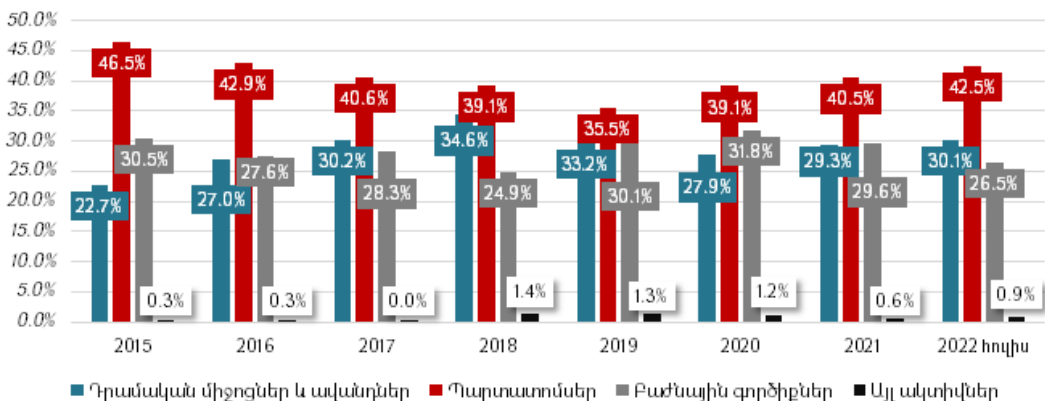
Որոշակի ֆոնդերի պարագայում էլ, կարելի է ասել, նույն խնդիրն առկա է դիվերսիֆիկացման հնարավորությունների բացակայության տեսանկյունից:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 2-ից, հավասարակշռված ֆոնդերում 2022 թ. հուլիսի վերջի դրությամբ բաժնային գործիքների կշիռը 29.4% է, պարտատոմսերինը՝ 41.3%, իսկ ավանդներինն ու դրամական միջոցներինը՝ 28.4%: Նախորդ ժամանակաշրջաններում ևս կարելի է ականատես լինել նմանատիպ պատկերի: Նշենք, որ այս ֆոնդերում բաժնային գործիքների առավելագույն կշիռը 50% է:

Ակտիվների մեծությամբ աչքի են ընկ-

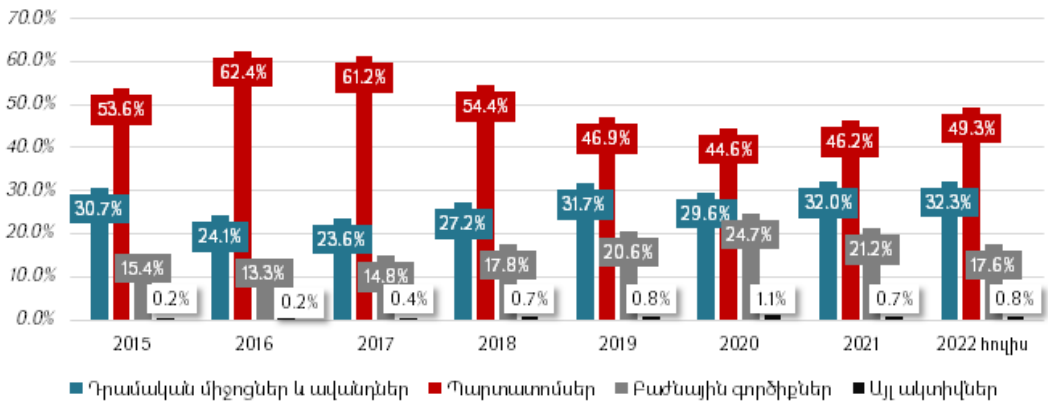
նում պահպանողական ֆոնդերը, քանի որ մասնակիցների կողմից ընտրություն չկատարելու պարագայում համակարգն ավտոմատ կերպով ընտրում է որևէ կառավարչի հենց այս ֆոնդերից: Գծապատկեր 3-ից պարզ է դառնում, որ 2022 թ. հուլիսի վերջին այստեղ կրկին գերակշռել են պարտատոմսերում կատարված ներդրումները՝ 42.5%, ապա դրամական միջոցներում և ավանդներում կատարվածները՝ 30.1%, իսկ բաժնային գործիքներում դրանք կազմել են 26.5%:

Կայուն եկամտային ֆոնդի պարագայում 2022 թ. հուլիսի վերջին պարտատոմսերը կազմում էին 49.3%, դրամական միջոցներն ու ավանդները՝ 32.3%, իսկ բաժնային գործիքները՝ 17.6%: Դրանք, ըստ էության, պարտքային գործիքներում



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 3

Պահպանողական ֆոնդում ակտիվների կառուցվածքը 2015 թ.-ից մինչև 2022 թ. հուլիսի վերջ



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 4

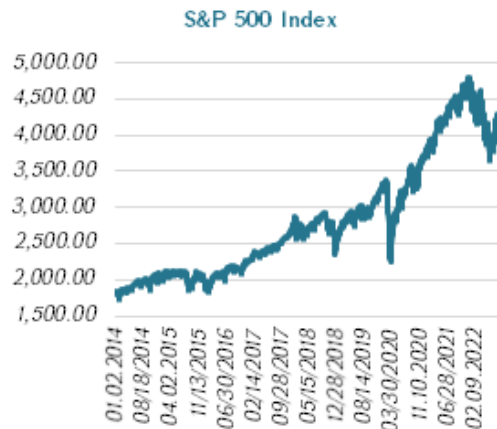


Կայուն եկամտաբերությամբ ֆոնդում ակտիվների կառուցվածքը 2015 թ.-ից մինչև 2022 թ. հուլիսի վերջ

ներդրում կատարող ներդրումային ֆոնդերի փայերն էին, քանի որ այս ֆոնդերի համար գործում է ներդրման արգելք (գծապատկեր 4):

Վերը նշվածից կարող ենք եզրակացնել, որ բոլոր ֆոնդերի դեպքում էլ ներդրումները գերակշռել են պարտատոմսերում: Հավասարակշռված ֆոնդի առումով, երբ բաժնային գործիքներում կատարված ներդրումները ֆոնդի ակտիվների կեսն են, այդուհանդերձ, պարտքային գործիքների կշիռը մեծ է: Սա հիմնականում պայմանավորված է ներքին և արտաքին շուկաներում բաժնային ու պարտքային գործիքներում կատարվող ներդրումների հավասարակշռման հնարավորությունների

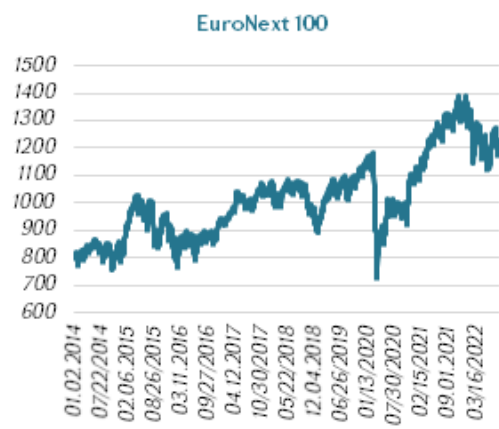
սահմանափակ լինելով: Ներքին շուկաներում բաժնային գրավիչ գործիքները բացակայում են, ինչը հնարավորություն չի տալիս նշված հավասարակշռությունն ապահովելու դրամային գործիքների համար, ուստի ներդրումները հիմնականում կատարվում են արտասահմանյան ֆոնդերի փայերում, իսկ արտարժույթային սահմանափակումներն էլ, իրենց հերթին, 40 տոկոսով սահմանափակում են դրանք և թույլ չեն տալիս նույնիսկ արտաքին շուկաներում կատարված ներդրումների պարագայում բաժնային ու պարտքային գործիքների կազմում բավարար չափով դիվերսիֆիկացում ապահովել:



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 5



S&P 500 EuroNext 100 բորսայական ինդեքսների շարժընթացը 2014 թ.-ից մինչև 2022 թ. սեպտեմբերի 15-ը⁵



⁵ Աղբյուրը՝ investing.com:

Ինչ է կապարվել շուկաներում կամ որոնք են եկամտաբերության անկման պատճառները:

Անշուշտ, ներդրումային ոլորտը գերծ չէ ռիսկերից, և անմիտ է շարունակաբար բարձր եկամտաբերություն ակնկալել: Քաղաքական, տնտեսական կամ ֆինանսական բոլոր գործընթացներն իրենց արտացոլումն են գտնում ֆինանսական գործիքների գներում և տոկոսադրույքներում, հետևաբար՝ ներդրումային կառավարիչները չեն կարողանում խուսափել ակտիվների արժեքի անկումից՝ նույնիսկ բավարար դիվերսիֆիկացման պարագայում: Անգամ զարգացած շուկաներում, որտեղ ռիսկերի հեջավորման գործիքակազմը բազմազան է, ֆոնդերի եկամտաբերությունն անկում է գրանցում:

Այս ամենից, բնականաբար, զերծ չի մնում նաև հայաստանյան շուկան:

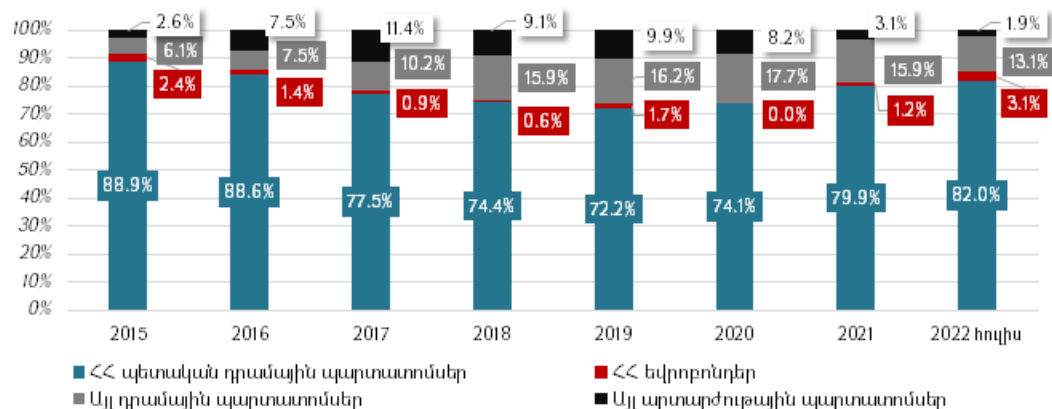
Բաժնային գործիքներում կատարված ներդրումները, ըստ էության, միայն արտարժությալին են: Պատճառը, ինչպես նշել էինք, ներդրումային բավարար գրավչություն ունեցող բաժնետոմսերի բացակայությունն է ներքին շուկայում, ինչի հետևանքով ներդրումները կատարվում են արտասահմանյան ֆոնդերում, որոնք հիմնականում հիմնվում են որոշակի ինդեքսների վրա և բավարար չափով դիվերսիֆիկացված են:

2022 թ.-ի սկզբից սկսած՝ բաժնետոմսերի առաջատար շուկաներն անկում են գրանցել, որի պատճառը ռուս-ուկրաինական պատերազմն է, ինչպես նաև, համաշ-

խարհային քաղաքական իրավիճակով պայմանավորված, գնաճային բարձր տեմպը, տոկոսադրույքների աճն ու մոտալուտ ճգնաժամի սպասումները: Ինչպես երևում է գծապատկեր 5-ից, ամերիկյան S&P-500 ինդեքսը սեպտեմբերի 15-ին՝ տարվա սկզբի նկատմամբ, անկում է ապրել 18.1%-ով: Նշենք, որ այս ինդեքսը ներառում է ամերիկյան շուկաներում գնանշվող տարբեր ոլորտների 500 խոշորագույն կազմակերպությունների բաժնետոմսերի գները: Նույն վարքագիծն է ունեցել նաև EuroNext-100 ինդեքսը, որը ներկայացնում է եվրոպական առաջատար ընկերությունների բաժնետոմսերի գները: Այս ինդեքսի արժեքը նույն ժամանակահատվածում ընկել էր 12.5%-ով:

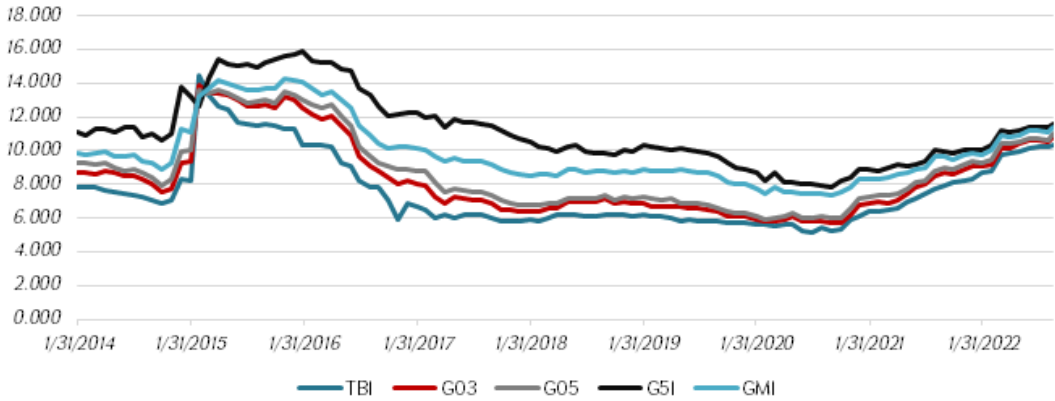
Բնական է, որ նման վարքագիծը հատուկ է եղել ինդեքսները կրկնօրինակող ֆոնդերի փայերի արժեքներին, ինչը չէր կարող չազդել հայաստանյան ֆոնդերի բաժնային գործիքների գների վրա: Ընդ որում, ակտիվների 29%-ից ավելին ներդրված է հենց նման ֆոնդերի փայերում:

Պարտքային գործիքների առումով, պատկերը մի փոքր այլ է: Նախ՝ դրանց գերակշիռ մասը ՀՀ պետական դրամային պարտատոմսեր են: Ինչպես երևում է գծապատկեր 6-ից, 2022 թ. հուլիսի վերջին դրանց կշիռը 82% էր, հայաստանյան եվրոբոնդերինը՝ 3.1%, այլ դրամային պարտատոմսերինը՝ 13.1%, իսկ արտարժությալինը՝ 1.9%: Նշենք, որ ոչ պետական պարտատոմսերում ներառված են հայաստան-



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 6

Կենսաթոշակային ֆոնդերի պարտատոմսերում կատարված ներդրումների կառուցվածքը 2015 թ.-ից մինչև 2022 թ. հուլիսի վերջ



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 7



Կենսաթոշակային ֆոնդերի պարտատոմսերում կատարված ներդրումների կառուցվածքը 2015 թ.-ից մինչև 2022 թ. հուլիսի վերջ⁶

յան թողարկողների բորսայում ցուցակված կորպորատիվ պարտատոմսերը:

Հատկանշական է, որ, սկսած 2020 թ.-ի վերջից, ՀՀ կենտրոնական բանկն իրականացնում է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի շարունակական բարձրացումներ, որոնց նպատակը գնաճի զսպումն է: Նման վարքագիծ են դրսևորել նաև արտասահմանյան կենտրոնական բանկերը, քանի որ բարձր գնաճային միջավայրը հատուկ է նաև մնացած տնտեսություններին: Սրա հետևանքով, ինչպես նաև համաշխարհային քաղաքական գործընթացների և տնտեսական զարգացումների անորոշության պայմաններում պարտատոմսերն արժեզրկվում են: Խոսքն ինչպես հայաստանյան, այնպես էլ արտասահմանյան այլ շուկաներում ցուցակված գործիքների մասին է:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 7-ից, հայաստանյան պետական պարտատոմսերի ինդեքսների եկամտաբերությունը բարձրացել է, հետևաբար՝ ֆոնդերի կողմից կառավարվող փաթեթներում ներառված պարտատոմսերն արժեզրկվել են: Ընդ որում, որքան ավելի երկարաժամկետ են եղել պարտատոմսերը, այնքան եկամտաբերության մակարդակի բարձրացման ազդեցությունն ավելի զգալի է եղել, այսինքն՝ տոկոսադրույքի նույնքան բարձրացման պարագայում վերջիններս ավելի մեծ չափով են արժեզրկվել: Նշենք, որ բոլոր պար-

տատոմսերի դեպքում էլ ինդեքսը գնային անկում է արձանագրել, քանի որ դրա եկամտաբերությունը բավական աճել է: Այսպես, օրինակ, GMI ինդեքսը, որում ներառված են միջնաժամկետ և երկարաժամկետ բոլոր պարտատոմսերը, տարվա սկզբից աճել է մոտ 1.6 տոկոսային կետով (5 և ավելի տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերինը՝ 1.5 տոկոսային կետով և այլն):

Գծապատկեր 7-ից երևում է, որ եկամտաբերության աճ արձանագրվել էր նաև 2014 թ.-ի վերջին, երբ կրկին արժեզրկվել էին ֆոնդերի փայերը, սակայն հետագայում, շնորհիվ տոկոսադրույքների նվազման, ֆոնդերը բավական բարձր եկամտաբերություն են ունեցել:

Հատկանշական է, որ արժեզրկում տեղի է ունեցել նաև միջազգային պարտատոմսերի շուկաներում, ինչի հետևանքով, օրինակ, Vanguard ներդրումային կառավարչի կառավարած միջազգային պարտատոմսերի ֆոնդի փայերն արժեզրկվել են մոտ 12%-ով (գծապատկեր 8): Այս ցուցանիշն ապացուցում է, որ արժեզրկումը չի շրջանցել ինչպես ներդրված միջազգային պարտատոմսերը, այնպես էլ համապատասխան ֆոնդերը:

Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների արժույթային սահմանափակումները բավական կոշտ են, քանի որ վերջիններս արտարժույթային գործիքներում կարող

⁶ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ պետական պարտատոմսերի ինդեքսներ, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/gorc/Index%20history.xlsx>



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 8

Ամերիկյան Vanguard Total International Bond Index Fund-ի բորսայական գնանշվող բաժնետոմսերի գնի շարժընթացը 2014 թ.-ից մինչև 2022 թ. սեպտեմբերի 15-ը⁷

են ներդնել իրենց ակտիվների 40%-ից ոչ ավելին: Նման պատկերը բնական է, քանի որ ֆոնդերի փայերի արժեքները հաշվարկվում են դրամով, ինչի պարագայում արտարժույթային տատանումների ժամանակ անհնար է խուսափել ռիսկերից:

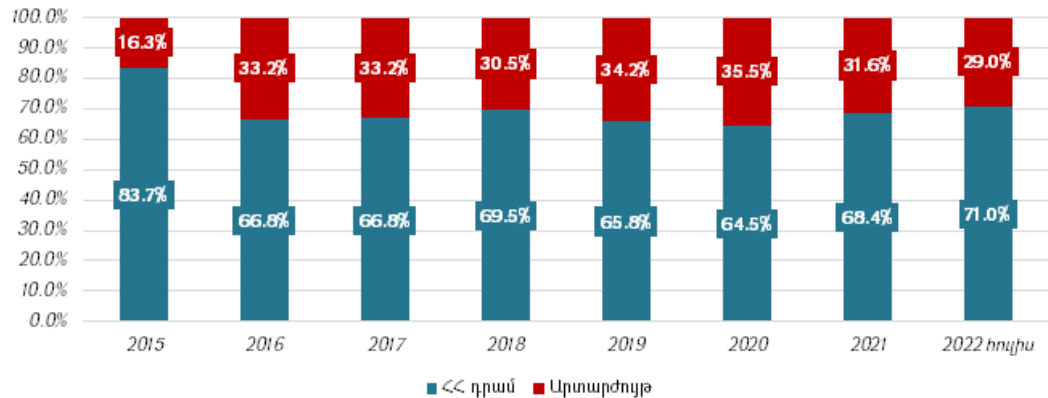
Գծապատկեր 9-ից երևում է, որ արտարժույթային ներդրումները 2022 թ. հուլիսի վերջի դրությամբ կազմել են ֆոնդերի ակտիվների մոտ 29%-ը, իսկ ֆոնդերի գոյության ողջ ընթացքում դրանց կշիռը չի գերազանցել 36%-ը:

ՀՀ ֆինանսական շուկայում արտարժույթային ռիսկերի հեջավորման բորսայական գործիքների՝ ֆյուչերսների և օպցիոնների բացակայությունը բարդացնում է

ռիսկերի կառավարման գործընթացը: Նման պարագայում ֆոնդերը հաճախ օգտվում են արտարժույթային սվոփներից: Սակայն, նման գործիքներով լիարժեքորեն հեջավորել արտարժույթային ռիսկերն անհնար է:

Ռուս-ուկրաինական պատերազմի սկզբնական փուլում գրանցվեց արտարժույթի փոխարժեքի որոշակի աճ, սակայն հետագայում, արտարժույթային հոսքերի մեծացման շնորհիվ, ՀՀ ներքին շուկայում դրամի կտրուկ արժևորում եղավ, այսինքն՝ դոլարային ակտիվները, ըստ էության, արժեզրկվեցին:

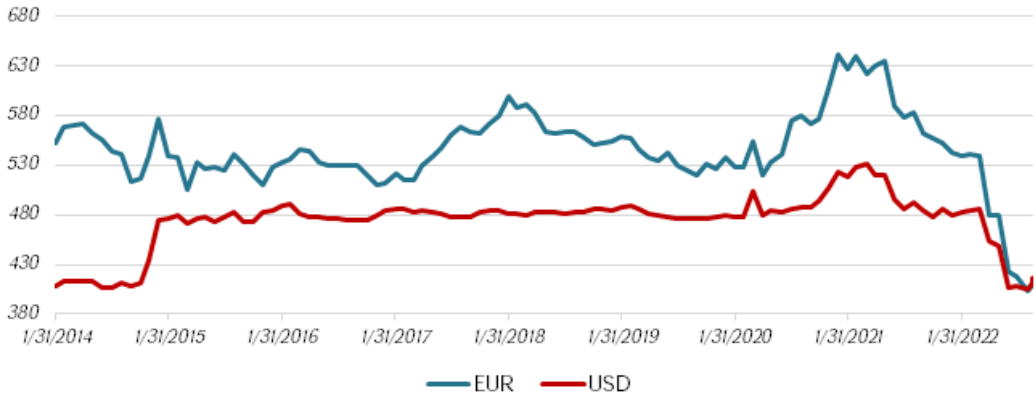
Գծապատկեր 10-ից ակնհայտ է, որ ԱՄՆ դոլարի արժեզրկումը տարվա սկզբի



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 9

Կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների արտարժույթային կառուցվածքի շարժընթացը 2015 թ. դեկտեմբերից մինչև 2022 թ. հուլիսի վերջ (տոկոս)

⁷ Աղբյուրը՝ <https://www.investing.com/etfs/vanguard-total-intl-bd-idx>



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 10

Ըստ ՀՀ ԿԲ-ի՝ եվրոյի և ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքների շարժընթացը 2014 թ.-ից մինչև 2022 թ. սեպտեմբերի 15-ը՝

նկատմամբ մոտ 13.4% էր, իսկ եվրոյինը՝ 23.5%: Ընդ որում, եվրոյի պարագայում ազդել է ներքին շուկայում ոչ միայն ԱՄՆ դոլարի, այլ նաև միջազգային շուկաներում եվրո-դոլար փոխարժեքի անկումը: Բնականաբար, արտարժույթային ակտիվների նման կշիռների դեպքում ֆոնդերի եկամտաբերության անկումն անխուսափելի էր, նույնիսկ եթե մնացած ֆինանսական գործիքների գնային փոփոխություններն էական չլինեին:

Ամփոփում: Այսպիսով՝ կարող ենք ասել, որ ֆոնդերը, որոնք գործում են բավական կոշտ ներդրումային սահմանափակումների պայմաններում, գրավիչ գործիքների բացակայության պատճառով չեն կարողանում բավարար չափով դիվերսիֆիկացում ապահովել բաժնետոմսերի ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին շուկաներում: Միաժամանակ, արտարժույթային սահմանափակումները ֆոնդերին հնարավորություն չեն տալիս պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի կառուցվածքային բազմազանեցմամբ ապահովելու գնային ռիսկերի նվազեցում միջազգային շուկաներում, քանի որ արտարժույթային ակտիվներում կարող են ներդրվել 40%-ից ոչ ավելի ակտիվներ:

Դրամային գործիքների գերակշիռ մասն ավանդներ ու ՀՀ պետական պարտատոմսեր են, որոնք ենթակա են տոկոսադրույքի տատանման ռիսկերի, ինչին ականատես ենք եղել 2022 թվականի ընթացքում: Ընդ որում, հայաստանյան ֆինանսական շուկայում արտարժույթի հեջավորման ածանցյալ գործիքների, տոկոսային ածանցյալների, լողացող եկամտաբերությամբ պարտատոմսերի բացակայությունը բարդացնում է պարտատոմսերի գնային ռիսկերի կառավարումը: Հետևաբար՝ շուկայի նման էական տատանումների կամ ցնցումների պարագայում անհնար է խուսափել ֆոնդերի եկամտաբերության անկումից:

Ուստի, մեր համոզմամբ, ՀՀ կենտրոնական բանկի նախաձեռնած իրավական փոփոխությունները, որոնց արդյունքում ֆոնդերը հնարավորություն կունենան ներդրումներ կատարելու նաև բորսայական ցուցակում չընդգրկված հայաստանյան բաժնային գործիքներում, կօգնեն բարձրացնել դիվերսիֆիկացման մակարդակը, իսկ ածանցյալ շուկաների զարգացումը ապագայում հնարավորություն կտա ռիսկերի հեջավորման գործիքներ կիրառել:

* Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ փոխարժեքների արխիվ, <https://www.cba.am/AM/SitePages/ExchangeArchive.aspx>

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիա,
<https://cda.am/am/37/information-centre/72/pension-system/76/funds-performance>
2. Կուտակային կենսաթոշակների մասին ՀՀ օրենք, 2010, ՀՕ-244-Ն,
<https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?docid=123347>
3. ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկագրեր, 2015-2022 թթ., հուլիս, <https://www.cba.am/am/SitePages/ppperiodicals.aspx>
4. EuroNext 100 index,
<https://www.investing.com/indices/euro-next-100-historical-data>
5. S&P 500 Index,
<https://www.investing.com/indices/us-spx-500-historical-data>
6. ՀՀ ԿԲ պետական պարտատոմսերի ինդեքսներ,
<https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/gorc/Index%20history.xlsx>
7. Vanguard Total International Bond Index Fund ETF Shares (BNDX)
<https://www.investing.com/etfs/vanguard-total-intl-bd-idx>
8. ՀՀ ԿԲ փոխարժեքների արխիվ,
<https://www.cba.am/AM/SitePages/ExchangeArchive.aspx>

Эдгар АГАБЕКЯН

*Эксперт исследовательского центра «Амберд», АГЭУ,
кандидат экономических наук, доцент*

ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

ОСНОВНЫЕ ПРИЧИНЫ СНИЖЕНИЯ ДОХОДНОСТИ ПЕНСИОННЫХ ФОНДОВ, ИЛИ КТО ВИНОВАТ?

В Армении всегда было много упоминаний об обязательной накопительной пенсионной системе, введенной в 2014 году. Не только правовые положения его регулирования стали предметом споров, но и их финансовые результаты всегда находятся в центре внимания. В последнее время много говорят о причинах или рисках снижения доходности этих фондов, и для выявления причин необходимо понимать инвестиционные ограничения и инвестиционную среду, в которой работают их управляющие. Автор обращается к динамике доходности фондов, обсуждая основные факторы, влияющие на нее. Структура фондов и колебания цен отдельных инструментов, входящих в него, доказывают, что основными причинами отрицательной доходности, зафиксированной в течение года, являются падения цен отдельных инструментов на внутренних и внешних рынках, падение курса валюты. Кроме того, инвестиционные ограничения, принятые для пенсионных фондов, не позволяют управляющим обеспечить достаточную диверсификацию, которая позволила бы избежать некоторых рыночных рисков.

Ключевые слова: обязательные пенсионные фонды, расчетная стоимость паев фонда, доходность фонда, инвестиционная политика, депозиты, облигации, долевыe инструменты, диверсификация рисков, кризис

Edgar AGHABEKYAN

*Expert at «Amberd» Research Center, ASUE,
PhD in Economics, Associate Professor*

FINANCIAL SYSTEM

MAIN REASONS FOR THE DECLINE IN THE PROFITABILITY OF PENSION FUNDS, OR WHO IS TO BLAME?

There were many references to the mandatory funded pension system introduced in the RA in 2014. Not only the legal provisions of its regulation have become the subject of controversy, but their financial results are always in the spotlight. There have been a lot of talks lately about the causes or risks of declining returns on these funds, and in order to identify the reasons, it is necessary to understand the investment restrictions and the investment environment in which their managers operate. The author refers to the dynamics of fund returns, discussing the main factors influencing it. The structure of the funds and fluctuations in the prices of assets included in it prove that the main reasons for the negative profitability recorded during the year are the fall in prices of individual instruments in the domestic and foreign markets, and the fall in the exchange rate. In addition, the investment restrictions adopted for pension funds do not allow managers to provide sufficient diversification to avoid some market risks.

Key words: mandatory pension funds, fund NAV per share, fund return, investment policy, deposits, bonds, equity instruments, risk diversification, crisis